

O Liberalismo em Teoria e Política Econômica depois da Grande Recessão





O Que Esperar?

Alexandre Schwartsman
Setembro de 2009

Plano de voo

- Minha intenção é examinar os dois aspectos: política econômica (mais) e teoria econômica (menos)
- Não tenho a ilusão de uma apresentação completa, muito menos definitiva, mas quero dividir uns poucos pensamentos a respeito desses assuntos
- **Política econômica:** se houve nos últimos anos uma abordagem “liberal”, os próximos anos prometem muito menos, em particular no que se refere ao setor financeiro
- **Teoria econômica:** ainda acredito que o paradigma neoclássico dará as cartas, mas há aspectos (*financial economics*) que me parecem feridos de morte

Política econômica: o passado

- Estagflação (70s) e Grande Moderação (85-07) garantiram predomínio de ideias associadas à visão liberal
 - Inflação estável e moderada (IT) 
 - Déficits fiscais relativamente reduzidos 
 - Liberalização financeira 
 - Liberalização das contas de capitais
 - Maior integração comercial
 - Privatização 
- Reação requerida de política econômica “mina” o apoio político a algumas (não todas) destas ideias
- Não é a mesma resposta em todos lugares

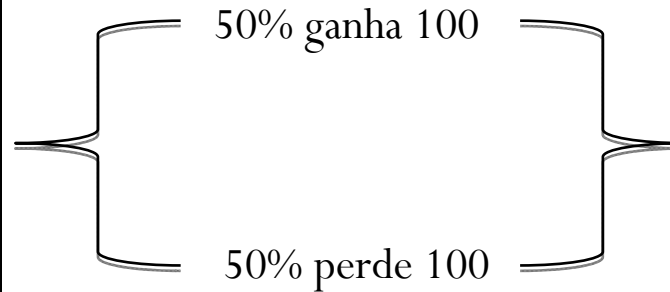
Política econômica: o presente

- Crise financeira levou a intervenção vigorosa do estado no domínio econômico
 - Resgate do setor financeiro: pacotes de liquidez, capitalização, extensão de garantias
 - *Quantitative/credit easing*: papel da autoridade monetária como “intermediador de última instância”
 - Programas fiscais de grande porte
 - Resgate estendido a outros setores (automobilístico)
- Consequências:
 - Perda de “legitimidade” do paradigma liberal (plano político)
 - Discussão sobre o papel das políticas governamentais

Consequências

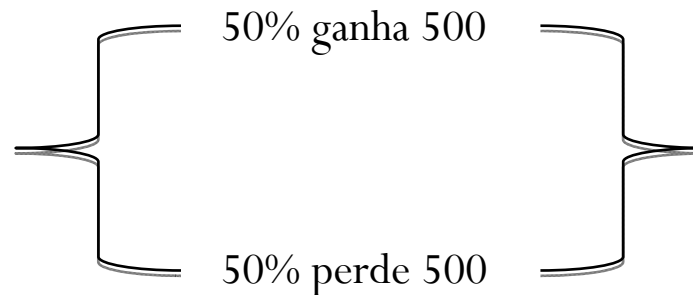
- Consenso político parece ser que a liberalização do sistema financeiro foi uma experiência fracassada
- Forte presença do governo em instituições financeiras
- Razões teóricas contra *laissez-faire* no setor
- Percepção de possível “captura” dos órgãos reguladores
- Percepção de “injustiça” no salvamento do setor
- Identificação: *free-market* e *big business* (incorreta, e daí?)
- Resultante parece ser pela volta da regulamentação mais estrita sobre o setor
- ***Backlash***: não se trata só da regulação prudencial, mas também *vendetta* política

ATIVO		PASSIVO	
TOTAL	1000	DÍVIDA	900
		CAPITAL	100



Ganho esperado
 $0.5 \cdot 100 + 0.5 \cdot (-100) = 0$

ATIVO		PASSIVO	
TOTAL	1000	DÍVIDA	900
		CAPITAL	100



Ganho esperado
 $0.5 \cdot 500 + 0.5 \cdot (-100) = 200$

Estrutura incentivos leva à tomada exagerada de risco (*put*)

Vale para o acionista e administradores (não para credor)

Por que a regulação?

- Por que é mais relevante para o setor financeiro?
- Assimetria de informação vai além da relação credor (ou depositante) e instituição
- Existência de “instituições sistematicamente importantes” (*Too Big To Fail*) leva à questão de “*moral hazard*” no caso de depositantes/credores, mesmo que o acionista saia zerado
- Não há, ainda mais depois da experiência recente da Lehman, como um governo se comprometer a não resgatar depositantes/credores de instituições financeiras
- Criação de incentivos adicionais à tomada exagerada de risco

Bolhas, juros, e regulação

- **Estabilidade financeira** foi colocada no centro da discussão
- Debate sobre papel da política monetária do combate a possíveis “bolhas” não parece ter se esgotado
- No meu entendimento continuam valendo as principais objeções:
 - A autoridade sabe identificar uma bolha?
 - Seria correto utilizar a política monetária para lidar com a bolha?
- Sobra a regulação como instrumento:
 - Maiores requisitos de capital
 - Maiores requisitos de capital para “instituições sistemicamente importantes” (TBTF)
 - Limites à alavancagem
- Não quer dizer que vá funcionar

Outras dimensões

- Expectativas da manutenção de elevados déficits fiscais nas principais economias
- FMI espera que, para o conjunto das economias desenvolvidas, a dívida pública deva alcançar *115% do PIB* em 2014
- Natureza do estímulo fiscal corrente, associada a questões estruturais (envelhecimento, planos de saúde), sugere que a busca pelo equilíbrio fiscal passa pelo *aumento de impostos*
- Inflação pode ser mais elevada para acomodar parcela da redução do gasto relativamente ao PIB

Teoria econômica

- Crise tem implicações para dois campos da teoria econômica:
 - Macroeconomia: adequação dos modelos atuais
 - Finanças: hipótese de mercados eficientes (HME)
- Caso mais grave parece estar do lado da HME
 - Há dois aspectos: *no-free-lunch* e *price-is-right*
 - *No-free-lunch* sobrevive bem (é o que tem sido testado)
 - *Price-is-right* não
 - Alternativa seria a “economia comportamental”
 - Reconhecimento acadêmico: Nobel (Kahneman) J.B. Clark (Rabin)
 - Até que ponto pode prover modelo que explique “anomalias” do comportamento relativamente ao agente otimizador?
- Profecia: finanças se tornará algo muito diferente do que é hoje

Macroeconomia

- Crítica: disciplina está mal-aparelhada para lidar com eventos como a crise financeira de 2007-2008 (2009?)
- Suposição de mercados completos não abre espaço para intermediários financeiros
- Mesmo modelos *Novo-Keynesianos* (base dos regimes de IT), que aceitam flutuação cíclica associada à demanda, não admitem papel para intermediação financeira
- Funcionam bem para os períodos de normalidade, mas têm pouco a dizer em momentos como o atual
- Alternativas?

Back to the past x Back to the future

- Vamos voltar a Keynes e Minsky?
- Não é uma alternativa: seria como a Biologia Evolutiva voltar a Darwin quando aparecem anomalias
- Há *insights* que possam ser aproveitados à luz das técnicas mais modernas? (ex: retornos crescentes e *Big Push*
<http://web.mit.edu/krugman/www/dishpan.html>)
- Incorporação de fricções e imperfeições que levem à admissão de um papel para intermediação financeira
- Exemplo: Woodford & Cúrdia (*Credit frictions and optimal monetary policy*)
- Pode ser incorporado aos modelos canônicos dos BCs?

Concluindo

- Há aspectos das políticas econômicas que estão sob risco
- Nenhum deles mais que a liberalização do setor financeiro
- Parece inevitável voltarmos a um sistema muito mais regulado
- Não é necessariamente incorreto, mas há boa chance da regulação passar ao largo do importante e se concentrar no acessório (não podemos presumir regulador onisciente)
- Danos à política fiscal e (talvez) independência dos BCs
- Base teórica de finanças foi posta em questão
- Modelos macro terão que se tornar mais complexos (problema de robustez)